

亚翔集成（603929.SH）

行业资本开支持续景气，如何看待后续空间

核心观点：

- **美国芯片制造业回流，企业资本开支预期继续提升。**根据电子技术应用援引的《财富》网 18 日报道，美国特朗普政府设定目标，确保美国使用芯片中至少有 50% 由美国制造。根据 WSTS，截至 25M7，半导体生态系统中企业已宣布超过 5000 亿美元私营部门投资，预计 2032 年，美国芯片制造产能增长三倍，预计创造 50 万就业岗位。
- **公司三季度毛利率大幅改善，或系新加坡大项目顺利结转。**根据 Wind，公司单 Q3 实现营收 14.25 亿元，同比-9.1%；归母净利润 2.82 亿元，同比 39.6%。主要系毛利率大幅改善，25Q3，公司实现毛利率 27.51%，同比+11pct；归母净利率 19.45%，同比+6.59pct。公司利润率提升或系①公司国内业务规模收缩，25H1，公司国内/国外分别实现收入 6.6/10.3 亿元，分别同比-60.4%/-14.0%；毛利率 13.1%/19.3%，同比+6.6/+3.3pct。②公司海外重大项目执行顺利，项目顺利结转。
- **世界先进项目执行顺利，母公司分包项目落地，26 年预期新加坡市场收入规模进一步提升。**根据公司重大项目公告，公司 24、25 年分别中标 VSMC6.3/31.63 亿元订单，目前处在执行阶段，截至 25Q3，公司预收账款+合同负债规模达 9.5 亿元，较年初同比变动+102.81%，预收款充裕，按照传统同期项目将于 25H2 开始结转，根据重大项目公告，世界先进项目预期工期到 27M9，考虑公司已形成大笔合同负债，26 年或到结转高峰。根据公司重大项目公告，25M7，公司签署台湾亚翔分包 15.82 亿元，预期 26 年开始贡献业绩。美国制造业回流背景下海外洁净室需求或持续景气，继续看好公司海外业务规模持续提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.02/9.52/10.59 亿元，参考可比公司及公司历史市盈率水平，给予公司 2026 年 15 倍 PE，对应合理价值 66.94 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济周期波动、行业竞争加剧、订单执行不及预期。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,201	5,381	4,471	5,595	6,272
增长率 (%)	5.3%	68.1%	-16.9%	25.2%	12.1%
EBITDA	336	596	794	1,098	1,227
归母净利润	287	636	702	952	1,059
增长率 (%)	90.6%	121.7%	10.4%	35.6%	11.2%
EPS (元/股)	1.34	2.98	3.29	4.46	4.96
市盈率 (P/E)	17.8	9.3	17.7	13.0	11.7
ROE (%)	20.1%	34.8%	27.6%	27.1%	23.1%
EV/EBITDA	12.0	5.8	12.0	7.8	6.1

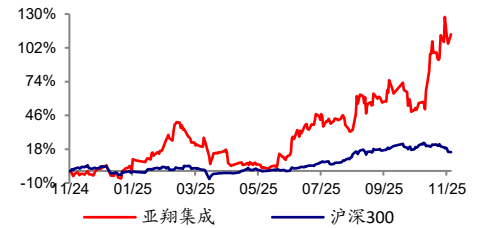
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	54.47 元
合理价值	66.94 元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-25

相对市场表现



分析师：

耿鹏智



SAC 执证号：S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师：

乔钢



SAC 执证号：S0260524100001



SFC CE No. BVX103



021-38003769



qiaogang@gf.com.cn

请注意，耿鹏智并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

亚翔集成（603929.SH）：业绩高增、毛利率显著改善，有望持续受益半导体内外需共振 2025-10-31

亚翔集成（603929.SH）：AI 驱动晶圆资本开支景气，台资背景赋能出海远扬 2025-09-02

目录索引

一、盈利预测和投资建议.....	4
（一）盈利预测.....	4
（二）投资建议.....	5
二、风险提示.....	6
（一）经济周期波动风险	6
（二）行业竞争加剧风险	6
（三）订单执行不及预期	6

图表索引

表 1: 分业务营收预测表 (单位: 亿元)	4
表 2: 期间费用预测表 (单位: 亿元)	5
表 3: 盈利预测表 (单位: 亿元)	5
表 4: 可比公司估值表 (2025/11/24)	5

一、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

营收端：基于订单预测数据和公司业务开展情况，我们预计：

2024年，公司实现营业收入53.8亿元，同比+68.1%，公司自2024下半年以来中标世界先进等数个重大项目订单，未来预期订单将集中在2026、2027年转化，同时半导体产业链加速向东南亚转移，美国现阶段制造业回流提速亦或利好公司未来扩张，我们预计公司工程业务2025-2027年分别实现营收43.60/54.57/60.99亿元，分别同比-17.60%/+25.16%/+11.76%，考虑重大订单均为海外订单，26-27年海外收入占比提升带动工程业务毛利率提升，预期25-27年工程业务毛利率20%/22%/22%。其他板块业务规模较小，预期设备销售收入25-27年分别同比+15%/13%/10%，毛利率22%/21%/20%，总体维持相对平稳。

表 1：分业务营收预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
工程收入						
收入（亿元）	29.32	30.69	52.91	43.60	54.57	60.99
增长率%	37.20%	4.68%	72.40%	-17.60%	25.16%	11.76%
成本（亿元）	26.33	26.56	45.85	34.88	42.57	47.57
增长率%	33.40%	0.89%	72.62%	-23.92%	22.03%	11.76%
毛利（亿元）	3.00	4.13	7.07	8.72	12.01	13.42
毛利率	10.22%	13.47%	13.35%	20.00%	22.00%	22.00%
设备销售						
收入	0.92	1.02	0.66	0.76	0.86	0.94
增长率%	37.15%	11.18%	-35.33%	15.00%	13.00%	10.00%
成本	0.68	0.70	0.51	0.59	0.68	0.75
增长率%	17.74%	3.22%	-27.41%	16.54%	14.45%	11.39%
毛利	0.24	0.32	0.15	0.17	0.18	0.19
毛利率	26.14%	31.43%	23.03%	22.00%	21.00%	20.00%
其他业务						
收入	0.15	0.30	0.23	0.35	0.52	0.79
增长率%	90.34%	94.11%	-22.01%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	0.11	0.22	0.16	0.24	0.37	0.55
增长率%	65.44%	95.66%	-27.02%	54.58%	50.00%	50.00%
毛利	0.04	0.08	0.07	0.10	0.16	0.24
毛利率	27.98%	27.41%	32.07%	0.78%	0.95%	1.22%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

费用端：（1）**销售费用率：**基于公司客户集中度高、业务经营保持稳定，公司销售费用预计维持较低水平，结合营收预测情况，我们假设公司25-27年销售费用率分别为0.06%/0.06%/0.06%；（2）**管理费用率：**公司规模提升具备规模效应，且公司努力提高自身管理水平，假设公司25-27年管理费用率为1.60%/1.58%/1.57%；（3）**研发费用率：**基于公司围绕核心业务、重点业态开展科技攻关、保持研发投入，考虑到营收预测情况，我们假设公司25-27年研发费用率分别为0.90%/0.95%/1.00%。

表 2：期间费用预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30.39	32.01	53.81	44.71	55.95	62.72
销售费用	0.06	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
销售费用率	0.18%	0.10%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用	0.74	0.87	0.87	0.72	0.88	0.98
管理费用率	2.44%	2.72%	1.63%	1.60%	1.58%	1.57%
研发费用	0.33	0.39	0.48	0.40	0.53	0.63
研发费用率	1.10%	1.21%	0.89%	0.90%	0.95%	1.00%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

利润端：根据模型测算，我们预计25-27年公司分别实现营收44.71/55.95/62.72亿元，分别同比-16.91%/+25.15%/+12.09%；预计实现归母净利润7.02/9.52/10.59亿元，分别同比+10.42%/+35.60%/+11.19%。

表 3：盈利预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30.39	32.01	53.81	44.71	55.95	62.72
YoY	37.39%	5.33%	68.09%	-16.91%	25.15%	12.09%
营业成本	27.11	27.48	46.51	35.72	43.61	48.87
毛利率	10.79%	14.17%	13.55%	20.11%	22.06%	22.07%
归母净利润	1.51	2.87	6.36	7.02	9.52	10.59
YoY	503.67%	90.58%	121.66%	10.42%	35.60%	11.19%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

可比公司方面，我们选取（1）业务类型同为洁净室工程企业，经营范围及商业模式接近；（2）从事洁净室业务领域接近，主要服务半导体、面板等领域客户；

（3）客户具备一定重叠度的圣晖集成和柏诚股份作为可比公司。现阶段，圣晖集成总体规模相对亚翔集成及圣晖集成较小，行业向上周期业绩弹性较大；柏诚股份主营国内市场，阶段性净利率压力较大，所以两者市盈率相对亚翔集成更高。我们预计公司2025-2027年归母净利润为7.02/9.52/10.59亿元，参考可比公司及公司历史市盈率水平，给予公司2026年15倍PE，对应合理价值66.94元/股，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值表（2025/11/24）

股票代码	公司简称	股价（元）	PE（倍）			PE(TTM)（倍）	PB（倍）
			2025E	2026E	2027E		
601133.SH	柏诚股份	13.58	32.5	29.4	26.6	38.4	2.49
603163.SH	圣晖集成	47.37	33.8	25.3	19.5	34.8	4.27
	平均		33.2	27.3	23.1	36.6	3.38
603929.SH	亚翔集成	54.47	16.6	12.2	11.0	18.2	6.36

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、风险提示

（一）经济周期波动风险

公司主要从事半导体及泛半导体、新型显示、生命科学、食品药品大健康等高科技产业的高等级洁净室系统集成服务业务。公司需求易受到经济周期波动的直接影响。

（二）行业竞争加剧风险

行业进入者日益增加，公司若不能持续在技术、管理、品牌、工艺等方面保持优势，公司在国内市场的行业地位将受到一定影响。

（三）订单执行不及预期

公司在项目实施过程中或存在业主资本开支计划变化，订单执行不及预期风险，造成产值及利润确认不及预期。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	3,323	3,841	4,068	5,403	6,716
货币资金	1,084	2,484	2,871	3,865	4,937
应收及预付	2,105	1,172	1,158	1,489	1,715
存货	25	8	6	8	9
其他	109	176	32	41	55
非流动资产总额	219	199	190	181	172
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	57	52	44	35	26
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	3	0	0	0	0
无形资产	6	5	5	5	5
其他	154	141	141	141	141
资产总额	3,542	4,040	4,259	5,585	6,887
流动负债总额	2,090	2,188	1,693	2,057	2,292
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,050	2,047	1,599	1,958	2,188
其他	41	140	94	99	104
非流动负债总额	3	2	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	3	2	3	3	3
负债总额	2,094	2,190	1,696	2,060	2,295
股本	213	213	213	213	213
其他	1,212	1,615	2,330	3,294	4,365
归母权益合计	1,425	1,829	2,543	3,508	4,578
少数股东权益	24	21	19	17	14
负债和股东权益	3,542	4,040	4,259	5,585	6,887

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,201	5,381	4,471	5,595	6,272
营业成本	2,748	4,651	3,572	4,361	4,887
营业税金及附加	3	7	6	7	8
销售费用	3	3	3	3	4
管理费用	87	87	72	88	98
研发费用	39	48	40	53	63
财务费用	-44	-63	-58	-71	-89
资产信用减值损失	-26	103	-12	-33	-55
公允价值变动收益	2	-1	1	1	1
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	344	751	828	1,123	1,249
营业外收支	1	-1	-1	-1	-1
利润总额	346	750	828	1,122	1,248
所得税费用	53	115	127	173	192
合并净利润	293	634	700	950	1,056
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-3
归母净利润	287	636	702	952	1,059
EPS (元/股)	1.34	2.98	3.29	4.46	4.96

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	526	1,602	343	983	1,062
合并净利润	293	634	700	950	1,056
折旧摊销	13	11	14	15	15
营运资金变动	200	1,042	-382	-11	-62
其他	0	0	111	0	0
投资活动现金流净额	9	4	95	-2	-2
资本性开支	-5	-3	-6	-6	-6
投资	14	6	2	1	1
其他	0	0	99	3	3
融资活动现金流净额	-93	-270	1	0	0
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-27	0	0	0	0
股利分配与偿付利息	-54	-213	0	0	0
其他	-13	-56	1	0	0
现金净增加额	454	1,347	451	993	1,072
期初现金余额	619	1,073	2,420	2,871	3,865
期末现金余额	1,073	2,420	2,871	3,865	4,937

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	5.3%	68.1%	-16.9%	25.2%	12.1%
营业利润增长率	95.4%	118.0%	10.3%	35.6%	11.2%
归母净利润增长率	90.6%	121.7%	10.4%	35.6%	11.2%
获利能力					
毛利率	14.2%	13.6%	20.1%	22.1%	22.1%
净利率	9.1%	11.8%	15.7%	17.0%	16.8%
ROE	20.1%	34.8%	27.6%	27.1%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	54.2%	39.8%	36.9%	33.3%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.8	2.4	2.6	2.9
利息保障倍数	533.4	294.8			
营运能力					
应收账款周转率	3.9	6.8	6.9	7.1	7.2
存货周转率	108.6	557.1	557.1	557.1	557.1
应付账款周转率	1.7	2.9	3.0	3.0	3.0
每股指标					
每股收益	1.34	2.98	3.29	4.46	4.96
每股净资产	6.68	8.57	11.92	16.44	21.46
每股经营现金流	2.47	7.51	1.61	4.61	4.98
估值比率					
PE	17.8	9.3	17.7	13.0	11.7
PB	3.6	3.2	4.9	3.5	2.7
EV/EBITDA	12.0	5.8	12.0	7.8	6.1

广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

乔 钢：资深分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

张 子 峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。